

海外市场出现复苏迹象

中兴通讯 (000063)

评级: 买入 (维持)

股价: 38.36 元

目标价位: 47.60 元

跟踪报告

2009 年 10 月 28 日

星期三

TMT 小组

康志毅

010-59707103

kzy@longone.com.cn

通信行业

联系人: 顾颖

021-50586660-8638

dhresearch@longone.com.cn

6 个月目标价位 47.60 元

升值潜力 (%) 24%

目标价确定日期: 09.10.28

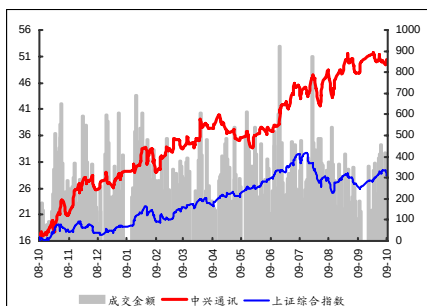
重要数据

总股本(亿股)	18.31
流通股本(亿股)	14.67
总市值(亿元)	702.50
流通市值(亿元)	562.86

市场表现

	绝对涨幅 (%)	相对涨幅 (%)
1 个月	0.47	-13.88
3 个月	11.22	16.51
6 个月	34.65	-2.92

个股相对上证综指走势图



相关报告:

《区域互补优势增添成长动力》

09.08.20

投资要点

- 2009 年 1-9 月公司实现营业收入 428.43 亿元, 同比增长 41.3%; 营业利润 9.85 亿元, 同比增长 98.6%; 归属母公司所有者的净利润 11.92 亿元, 同比增加 46.1%; 摊薄每股收益 0.65 元。第 3 季度营业收入为 151.36 亿元, 同比增长 42.8%; 归属母公司所有者的净利润 4.08 亿元, 同比增长 58.2%, 摊薄每股收益 0.22 元, 3 季度业绩提速。
- 运营商网络及终端产品带动营收增长。**报告期内公司运营商网络收入同比增长 47.3%, 增长动力主要来自国内的 3G 网络建设。终端产品收入同比增长 38.7%, 主要是由于 3G 数据卡产品销量增长所致。电信软件系统等其他产品收入同比增长 17.85%。
- 海外市场出现复苏迹象。**前 3 季度公司海外收入同比增长 5-8%, 收入比重已达到 48-49%, 高于上半年 46% 的水平, 海外收入开始恢复增长, 主要原因是由于全球经济出现复苏迹象, 特别是新兴市场恢复速度更快, 来自亚洲、拉美的增长有所恢复。预计全年公司海外收入比重达到 50%, 明年比重有望达 60%, 再次成为增长的源动力。
- 综合毛利率改善。**第 3 季度综合毛利率 34.5%, 虽同比略下降 0.5 个百分点, 但环比提升 4.2 个百分点, 这得益于第 3 季度海外 GSM 无线系统设备的收入结转, 促使运营商网络产品毛利率较上半年提高 4-5 个百分点。预计全年毛利率仍会保持现有水平。
- 费用控制良好, 所得税率上升。**前 3 季度公司期间费用率 27.9%, 同比下降 2.6 个百分点, 第 3 季度期间费用率同比下降 3.4 个百分点, 销售、财务费用率下降是主要原因, 销售费用率下降是由于公司销售策略稳健, 财务费用率下降是由于小币种汇率上升, 公司汇兑收益抵减了部分利息支出。前 3 季度公司实际所得税率为 27.3%, 同比上升 8.4 个百分点, 主要是由于新所得税率法及递延所得税的影响, 预计全年将有所下降。
- 维持 2009-2011 年 1.36 元、1.72 元、2.05 元的盈利预测, 动态市盈率分别为 28x、22x、19x, 估值水平低。公司在国内市场地位稳固, 在海外市场也凭借成本优势取得突破, 因此我们维持对公司的“买入”评级, 目标价由 40.80 元上调至 47.60 元。

主要财务指标

	2007	2008	2009E	2010E	2011E
营业收入 (百万元)	34,777	44,293	60,949	74,544	88,903
营业收入增长率 (%)	49.8%	27.4%	37.6%	22.3%	19.3%
营业利润 (百万元)	1,001	1,245	2,415	3,115	3,734
营业利润增长率 (%)	151.4%	24.4%	93.9%	29.0%	19.9%
净利润 (百万元)	1,252	1,660	2,487	3,149	3,763
净利润增长率 (%)	63.3%	32.6%	49.8%	26.6%	19.5%
营业利润率 (%)	2.9%	2.8%	4.0%	4.2%	4.2%
每股收益 (元)	0.684	0.907	1.358	1.720	2.055
每股净资产 (元)	6.63	7.78	9.14	10.86	12.91
PE (X)	56.1	42.3	28.2	22.3	18.7
PB (X)	5.8	4.9	4.2	3.5	3.0
ROE (%)	10.3%	11.7%	14.9%	15.8%	15.9%

表 1. 中兴通讯 3 季度业绩对比

百万元	1-3Q2009	1-3Q2008	YoY	3Q2009	3Q2008	YoY	2Q2009	QoQ
营业收入	42,843.48	30,327.35	41.3%	15,135.83	10,598.36	42.8%	16,037.47	-5.6%
增长率	41.3%	29.3%	11.9%	42.8%	29.0%	13.8%	44.7%	-1.9%
毛利率	32.9%	34.1%	-1.2%	34.5%	35.1%	-0.5%	30.4%	4.2%
营业成本	28,731.93	19,983.65	43.8%	9,907.58	6,881.43	44.0%	11,166.96	-11.3%
营业税金及附加	533.18	251.27	112.2%	233.13	102.16	128.2%	201.40	15.8%
期间费用率	27.9%	30.5%	-2.6%	29.2%	32.5%	-3.4%	24.1%	5.1%
销售费用	5,250.66	4,076.31	28.8%	2,073.52	1,459.47	42.1%	1,667.04	24.4%
销售费用率	12.3%	13.4%	-1.2%	13.7%	13.8%	-0.1%	10.4%	3.3%
管理费用	2,131.58	1,667.96	27.8%	763.85	537.23	42.2%	740.36	3.2%
管理费用率	5.0%	5.5%	-0.5%	5.0%	5.1%	0.0%	4.6%	0.4%
研发费用	4,015.61	2,659.58	51.0%	1,409.16	1,011.68	39.3%	1,476.35	-4.6%
研发费用率	9.4%	8.8%	0.6%	9.3%	9.5%	-0.2%	9.2%	0.1%
财务费用	538.11	843.12	-36.2%	170.76	441.24	-61.3%	(25.81)	-761.6%
财务费用率	1.3%	2.8%	-1.5%	1.1%	4.2%	-3.0%	-0.2%	1.3%
资产减值损失	672.25	322.39	108.5%	226.33	122.94	84.1%	280.76	-19.4%
公允价值变动净收益	12.65	(125.64)	-110.1%	0.00	(56.01)	-100.0%	14.56	-100.0%
投资净收益	2.35	98.52	-97.6%	0.00	46.82	-100.0%	9.48	-100.0%
营业利润	985.16	495.94	98.6%	351.50	33.02	964.5%	554.46	-36.6%
增长率	98.6%	34.0%	64.6%	964.5%	-61.5%	1026.0%	42.1%	922.4%
营业利润率	2.3%	1.6%	0.7%	2.3%	0.3%	2.0%	3.5%	-1.1%
加: 营业外收入	882.96	745.65	18.4%	262.81	310.11	-15.3%	502.78	-47.7%
减: 营业外支出	53.96	42.65	26.5%	11.35	12.83	-11.5%	11.16	1.7%
利润总额	1,814.15	1,198.94	51.3%	602.96	330.30	82.5%	1,046.08	-42.4%
减: 所得税	494.42	225.78	119.0%	151.97	26.57	472.0%	283.38	-46.4%
实际所得税率	27.3%	18.8%	8.4%	25.2%	8.0%	17.2%	27.1%	-1.9%
净利润	1,319.73	973.16	35.6%	450.99	303.73	48.5%	762.70	-40.9%
减: 少数股东损益	127.72	157.43	-18.9%	42.34	45.39	-6.7%	57.99	-27.0%
归属于母公司所有者的净利润	1,192.02	815.73	46.1%	408.65	258.34	58.2%	704.71	-42.0%
增长率	46.1%	35.3%	10.8%	58.2%	80.7%	-22.5%	41.9%	16.2%
净利润率	2.8%	2.7%	0.1%	2.7%	2.4%	0.3%	4.4%	-1.7%
每股收益 (元)	0.65	0.45	46.1%	0.22	0.14	58.2%	0.38	-42.0%

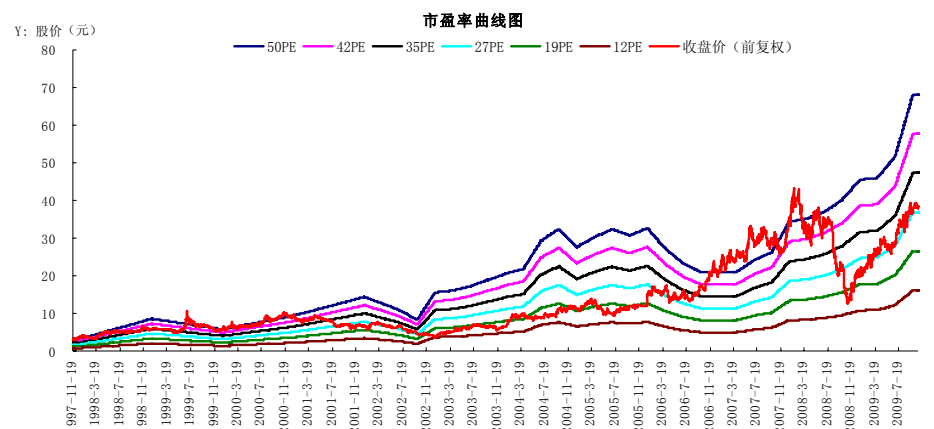
资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

表 2. 中兴通讯盈利预测

单位: 百万元	2005A	2006A	2007A	2008A	2009E	2010E	2011E	08vs07	09vs08	10vs09	11vs10
营业收入	21,575.9	23,214.6	34,777.2	44,293.4	60,949.2	74,543.8	88,903.0	27.4%	37.6%	22.3%	19.3%
增长率	-4.9%	7.6%	49.8%	27.4%	37.6%	22.3%	19.3%	-22.4%	10.2%	-15.3%	-3.0%
运营网络	15,036.4	15,341.0	22,567.5	28,963.8	40,758.7	50,050.6	58,883.0	28.3%	40.7%	22.8%	17.6%
手机	4,333.1	4,519.5	7,645.1	9,692.6	13,050.3	16,127.6	20,064.0	26.8%	34.6%	23.6%	24.4%
电信服务以及其他	2,206.4	3,171.2	4,564.6	5,637.0	7,140.1	8,365.6	9,956.0	23.5%	26.7%	17.2%	19.0%
综合毛利率	35.4%	34.2%	33.9%	33.4%	32.4%	32.2%	31.8%	-0.4%	-1.0%	-0.2%	-0.4%
营业成本	13,944.8	15,273.1	23,004.5	29,492.5	41,215.9	50,522.4	60,612.0	28.2%	39.8%	22.6%	20.0%
营业税金及附加	105.7	111.4	280.3	415.9	457.1	559.1	666.8	48.4%	9.9%	22.3%	19.3%
期间费用率	29.9%	32.1%	28.4%	28.7%	26.1%	25.7%	25.3%	0.3%	-2.6%	-0.4%	-0.4%
销售费用	3,023.1	3,140.1	4,395.1	5,312.5	6,826.3	8,274.4	9,601.5	20.9%	28.5%	21.2%	16.0%
销售费用率	14.0%	13.5%	12.6%	12.0%	11.2%	11.1%	10.8%	-0.6%	-0.8%	-0.1%	-0.3%
管理费用	3,137.1	1,244.7	1,777.6	2,099.7	2,626.9	3,130.8	3,645.0	18.1%	25.1%	19.2%	16.4%
管理费用率	14.5%	5.4%	5.1%	4.7%	4.3%	4.2%	4.1%	-0.4%	-0.4%	-0.1%	-0.1%
研发费用		2,832.7	3,210.4	3,994.1	5,546.4	6,708.9	8,090.2	24.4%	38.9%	21.0%	20.6%
研发费用率		12.2%	9.2%	9.0%	9.1%	9.0%	9.1%	-0.2%	0.1%	-0.1%	0.1%
财务费用	288.8	239.6	494.4	1,308.3	914.2	1,066.0	1,155.7	164.6%	-30.1%	16.6%	8.4%
财务费用率	1.3%	1.0%	1.4%	3.0%	1.5%	1.4%	1.3%	1.5%	-1.5%	-0.1%	-0.1%
资产减值损失	0.0	23.3	789.1	419.4	975.2	1,192.7	1,422.4	-46.9%	132.5%	22.3%	19.3%
公允价值变动净收益	0.0	16.6	115.6	(128.3)	13.0	10.0	10.0	-211.0%	-110.1%	-23.1%	0.0%
投资净收益	(59.4)	31.8	59.4	122.7	15.0	15.0	15.0	106.4%	-87.8%	0.0%	0.0%
营业利润	1,032.9	398.1	1,000.8	1,245.4	2,415.1	3,114.5	3,734.3	24.4%	93.9%	29.0%	19.9%
增长率	-12.7%	-61.5%	151.4%	24.4%	93.9%	29.0%	19.9%	-126.9%	69.5%	-65.0%	-9.1%
营业利润率	4.8%	1.7%	2.9%	2.8%	4.0%	4.2%	4.2%	-0.1%	1.2%	0.2%	0.0%
加: 营业外收入	27.6	658.7	906.1	1,098.3	1,271.9	1,531.5	1,800.8	21.2%	15.8%	20.4%	17.6%
减: 营业外支出	16.7	26.2	179.2	81.1	83.0	83.0	83.0	-54.7%	2.3%	0.0%	0.0%
利润总额	1,501.9	1,030.7	1,727.7	2,262.5	3,604.0	4,563.0	5,452.1	31.0%	59.3%	26.6%	19.5%
减: 所得税	158.5	127.1	276.3	350.6	720.8	912.6	1,090.4	26.9%	105.6%	26.6%	19.5%
实际所得税率	10.6%	12.3%	16.0%	15.5%	20.0%	20.0%	20.0%	-0.5%	4.5%	0.0%	0.0%
净利润	1,343.3	903.6	1,451.5	1,911.9	2,883.2	3,650.4	4,361.7	31.7%	50.8%	26.6%	19.5%
减: 少数股东损益	149.0	136.6	199.3	251.7	395.9	501.2	598.9	26.3%	57.3%	26.6%	19.5%
归属于母公司所有者的净利润	1,194.3	767.0	1,252.2	1,660.2	2,487.4	3,149.2	3,762.8	32.6%	49.8%	26.6%	19.5%
增长率	18.4%	-35.8%	63.3%	32.6%	49.8%	26.6%	19.5%	-30.7%	17.2%	-23.2%	-7.1%
净利润率	5.5%	3.3%	3.6%	3.7%	4.1%	4.2%	4.2%	0.1%	0.3%	0.1%	0.0%
每股收益(元)	0.65	0.42	0.68	0.91	1.36	1.72	2.05	32.6%	49.8%	26.6%	19.5%

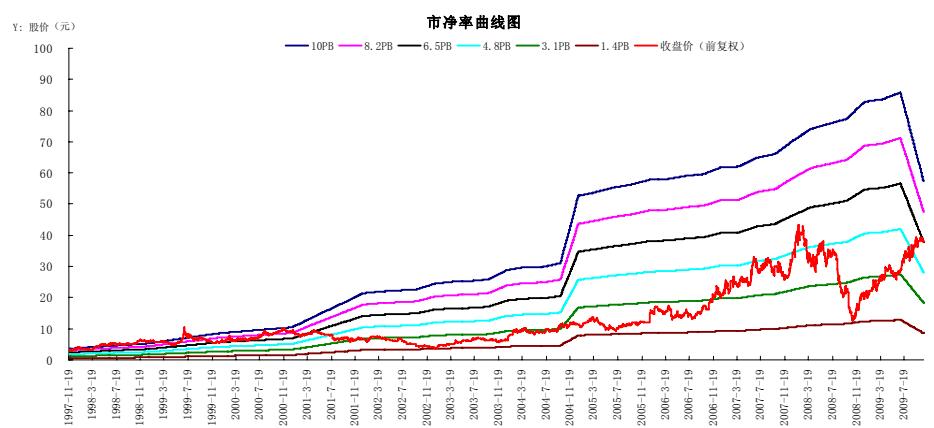
资料来源: 东海证券研究所, Wind 资讯

图1. 中兴通讯 PE 曲线



资料来源: 东海证券研究所

图2. 中兴通讯 PB 曲线



资料来源: 东海证券研究所

附注:**分析师简介及跟踪范围:**

康志毅, 通信传媒高级研究员, 毕业于吉林大学, 经济学硕士; 2 年证券研究经验, 曾为天相投顾通信行业分析师; 2009 年 7 月加盟东海证券研究所。

重点跟踪公司: (通信) 中国联通, 中兴通讯, 武汉凡谷, 亨通光电, 中天科技, 烽火通信, 北纬通信, 拓维信息, 三维通信, 亿阳信通, 东信和平, 恒宝股份, 国脉科技, 北斗星通; (传媒) 歌华有线, 天威视讯, 广电网络, 博瑞传播, 中视传媒, 北巴传媒, 中信国安, 电广传媒, 鹏博士, 奥飞动漫, 华谊兄弟。

一、行业评级

推荐	Attractive:	预期未来 6 个月行业指数将跑赢沪深 300 指数
中性	In-Line:	预期未来 6 个月行业指数与沪深 300 指数持平
回避	Cautious:	预期未来 6 个月行业指数将跑输沪深 300 指数

二、股票评级

买入	Buy:	预期未来 6 个月股价涨幅 $\geq 20\%$
增持	Outperform:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $10\% - 20\%$
中性	Neutral:	预期未来 6 个月股价涨幅为 $-10\% - +10\%$
减持	Sell:	预期未来 6 个月股价跌幅 $> 10\%$

三、免责条款

本报告基于本公司研究所及其研究人员认为可信的公开资料或实地调研获取的资料, 但本公司及其研究人员对这些信息的真实性、准确性和完整性不做任何保证。本报告反映研究人员个人的不同设想、见解、分析方法及判断。本报告所载观点并不代表东海证券有限责任公司, 或任何其附属或联营公司的立场, 且报告中的观点和陈述仅反映研究员个人撰写及出具本报告期间当时的分析和判断, 本公司可能发表其他与本报告所载资料不一致及有不同结论的报告。本报告可能因时间和其他因素的变化而变化从而导致与事实不完全一致, 敬请关注本公司就同一主题所出具的相关后续研究报告及评论文章。本报告中的观点和陈述不构成投资、法律、会计或税务的最终操作建议, 本公司不就报告中的内容对最终操作建议做出任何担保。

本报告旨在发给本公司的特定客户及其他专业人士, 但该等特定客户及其他专业人士并不得依赖本报告取代其独立判断。在法律允许的情况下, 本公司的关联机构可能会持有报告中涉及的公司所发行的证券并进行交易, 并可能为这些公司正在提供或争取提供多种金融服务, 本公司的关联机构或个人可能在本报告公开发布之间已经了解或使用其中的信息。

本报告版权归“东海证券有限责任公司”所有, 未经本公司书面授权, 任何人不得对本报告进行任何形式的翻版、复制、刊登、发表或者引用。

东海证券有限责任公司是经中国证监会核准的合法证券经营机构, 我们欢迎社会监督并提醒广大投资者, 参与证券相关活动应当审慎选择具有相当资质的证券经营机构, 注意防范非法证券活动。

东海证券研究所

地址: 上海市浦东新区世纪大道 1589 号长泰国际金融大厦 11 层

网址: <http://www.longone.com.cn>

电话: (86-21) 50586660 转 8638

传真: (86-21) 50819897

邮编: 200122